

07/01/2016

## TRIỂN VỌNG LỚN ĐẾN TỪ NHU CẦU VẬN TẢI LPG TRONG NƯỚC

### Điểm nhấn đầu tư:

GSP là doanh nghiệp vận tải khí có sản lượng vận chuyển được đảm bảo nhờ độc quyền cho công ty Bình Sơn & PV Gas Trading. Doanh thu năm 2015 lần đầu dự tính vượt mốc 1,000 tỷ đồng. Với nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng và nguồn cung khí trong nước có thể thay thế dần nguồn khí nhập khẩu, chúng tôi ước tính doanh thu của GSP có thể tăng trưởng ở mức 10%/năm trong 5 năm tiếp theo.

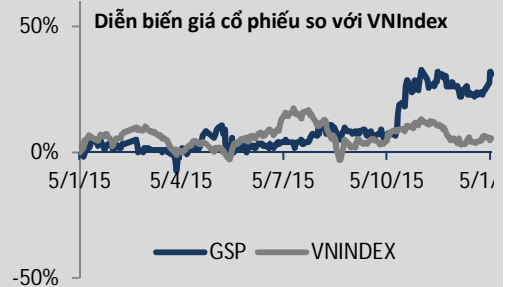
Chúng tôi đánh giá cổ phiếu GSP là một trong những cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng tốt nhất nhóm ngành vận tải biển. Với P/E 2016 ở mức 5.9x và so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành về giá trị cổ phiếu và tiềm năng phát triển, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GSP với mức giá mục tiêu một năm là 18,400 đồng/cổ phần.

**Năm 2016 dự báo khả quan.** Trên cơ sở sản lượng vận tải tiếp tục tăng nhờ vận chuyển thêm khí cho GPP Dinh Cố, khoảng 25%, chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động vận tải duy trì tăng trưởng ở mức hai con số, đạt 754 tỷ đồng (18.6% yoy). Theo đó doanh thu hợp nhất dự báo đạt 1,131 tỷ đồng (+11.6% yoy) và LNST công ty mẹ ở mức 77.6 tỷ đồng (+9.4% yoy) tương ứng với EPS 2016 là 2,588 đồng/cổ phần.

**KQKD 2015 tích cực nhờ sản lượng vận tải tăng thêm từ PVGas Trading.** Sản lượng vận chuyển ước tính tăng vọt 89.8% yoy nhờ GSP bắt đầu vận chuyển toàn bộ sản lượng của PVGas trading từ T7/2015 và nhà máy Dung Quất hoạt động ổn định, không có bảo trì trong 2015. Sản lượng tăng mạnh bù đắp cho giá cước trung bình giảm từ 15-20% yoy, đã giúp doanh thu cho thuê tàu 2015 tăng 34.1% yoy, đạt 636 tỷ đồng. Doanh thu hợp nhất cả năm dự báo đạt 1,014 tỷ đồng (+8.3% yoy). LNST công ty mẹ dự báo đạt 71 tỷ đồng (+% yoy) (trong trường hợp GSP thay đổi chính sách kế toán đối với chi phí sửa chữa tàu, LNST cổ đông công ty mẹ là 47.6 tỷ đồng, +50% yoy).

**Nhu cầu vận tải tiếp tục tăng tốt trong những năm sau.** Theo Viện dầu khí Việt Nam, dự báo tiêu thụ LPG trong nước sẽ tăng trưởng trung bình 8%/năm trong 5 năm tới kéo theo nhu cầu đối với vận tải LPG. Trong đó sản lượng LPG từ các nhà máy trong nước (GPP Cà Mau, GPP Nam Côn Sơn II,...) sẽ thay thế dần lượng LPG nhập khẩu. Với vị thế là Công ty duy nhất trực thuộc PV Trans về vận tải LPG bằng đường biển, doanh thu vận tải của GSP được dự báo tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng tiêu thụ LPG trong nước, ở mức 10%/năm.

**Đầu tư lớn để phục vụ cho các dự án cung cấp khí LPG trong tương lai.** Năm 2016 để phục vụ GPP Cà Mau GSP sẽ đầu tư 1 tàu LPG và 2 sà lan với tổng chi phí đầu tư vào khoảng 300 tỷ đồng. Ngoài ra GSP còn có kế hoạch đầu tư tàu VLGC tải trọng lớn 80,000 DWT vào năm 2017 với tổng vốn đầu tư vào khoảng 1,400 tỷ đồng. Nguồn vốn đầu tư cho tàu VLGC sẽ được huy động thông qua phát hành cho cổ đông chiến lược. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại GSP vẫn chưa có kế hoạch phát hành chi tiết.


[www.gasshipping.com.vn](http://www.gasshipping.com.vn)


### THÔNG TIN CÔNG TY

|                      |                 |
|----------------------|-----------------|
| Ngành                | Vận tải dầu khí |
| Thành lập            | 2007            |
| Vốn điều lệ (tỷ VND) | 300             |
| Mã CK/Sàn giao dịch  | GSP/HOSE        |

### THÔNG TIN GIAO DỊCH

|                            |               |
|----------------------------|---------------|
| Beta                       | 0.81          |
| Giá @ 06/01/2015 (VND)     | 16,000        |
| Giá cao/thấp 52 tuần (VND) | 16,200/10,300 |
| Giá trị vốn hóa (tỷ VND)   | 480           |
| Số cổ phần lưu hành (cp)   | 30,000,000    |
| KLGD TB 52 tuần (cp)       | 61,248        |

### ĐỊNH GIÁ

|                                   |          |
|-----------------------------------|----------|
| EPS 2015 ước tính (VND)           | 2,366    |
| Giá trị sổ sách (VND)             | 14,700   |
| P/E hiện tại                      | 6.8x     |
| P/B hiện tại                      | 1.1x     |
| Cổ tức (VND)/ Lợi suất cổ tức (%) | 1,200/8% |

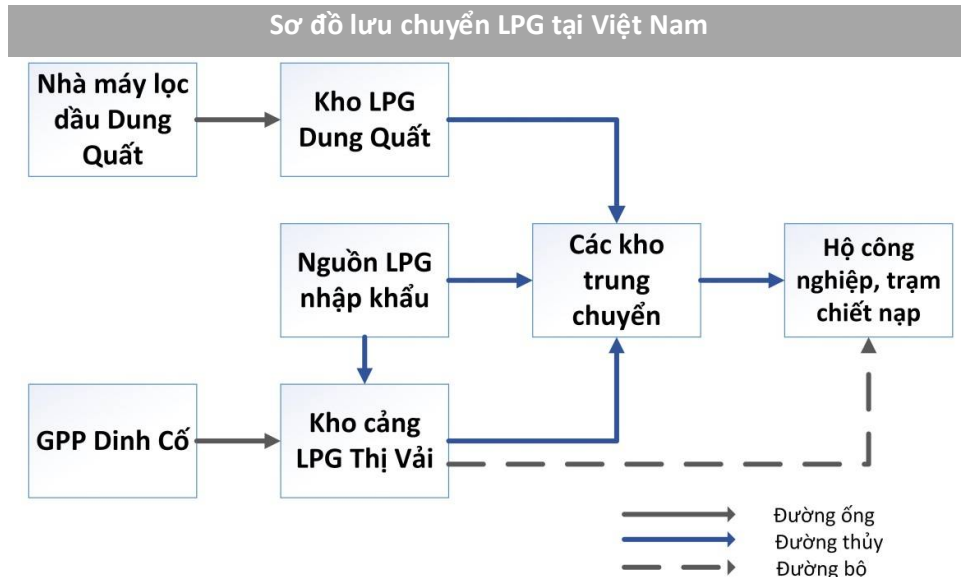
### TỶ LỆ SỞ HỮU CỔ PHẦN @ 06/01/2016

|            |        |
|------------|--------|
| Nhà Nước   | 64.74% |
| Trong Nước | 99.62% |
| Nước Ngoài | 0.38%  |

**Chuyên viên phân tích**
**Nguyễn Ngọc Quyết**
**Email**
[quyetnn@tvs.vn](mailto:quyetnn@tvs.vn)

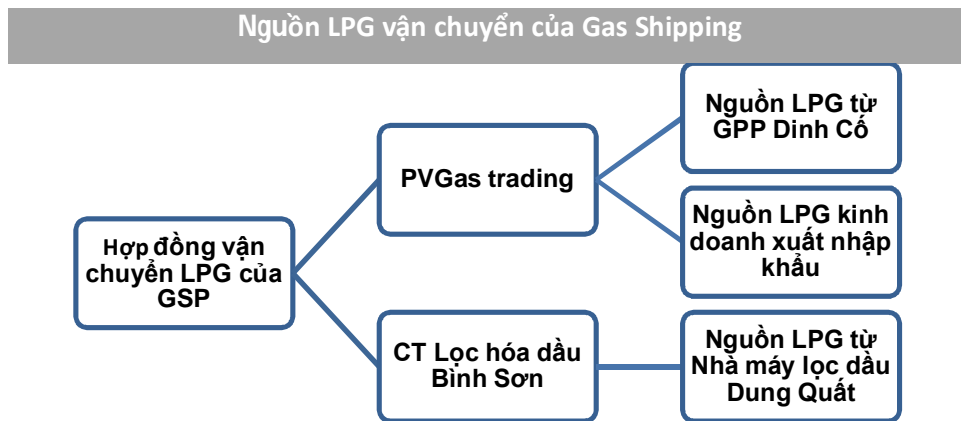
## HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI KHÍ LPG CỦA GAS SHIPPING (GSP)

Hiện nay hoạt động vận tải khí ở Việt Nam bao gồm vận tải khí qua các đường ống từ bể khí về Nhà máy xử lý khí, đường ống từ Nhà máy xử lý khí đến các hộ tiêu thụ công nghiệp còn từ Nhà máy xử lý khí đến các kho chứa vẫn sử dụng vận tải đường thủy là chủ yếu.



Nguồn: TVS tổng hợp.

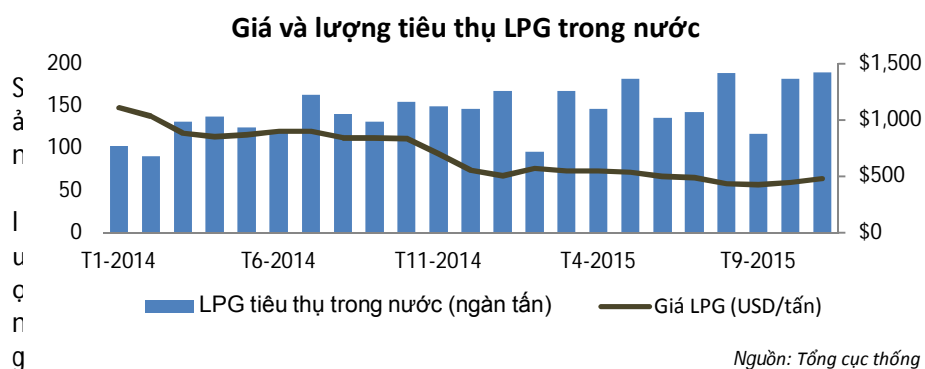
GSP là đơn vị vận chuyển khí LPG độc quyền cho nhà máy xử lý khí (GPP) Dinh Cố và Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Thông qua các hợp đồng bao tiêu ký với với Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn (quản lý và vận hành nhà máy Dung Quất) và Chi nhánh TCT khí VN - Công ty kinh doanh sản phẩm khí (PVGas trading), GSP vận chuyển 100% lượng khí LPG sản xuất trong nước, vì vậy hoạt động vận tải LPG của GSP được đảm bảo về khối lượng vận chuyển từ 600 - 700,000 tấn/năm. Ngoài ra, GSP còn vận chuyển LPG kinh doanh xuất nhập khẩu cho PVGas trading.



Nguồn: TVS tổng hợp.

## NHU CẦU VẬN TẢI LPG SẢN XUẤT NỘI ĐỊA TĂNG TRONG DÀI HẠN

Theo dự báo của Viện dầu khí Việt Nam, đến năm 2020 nhu cầu tiêu thụ LPG trong nước lên tới 2.2 triệu tấn, CAGR trong vòng 5 năm tới vào khoảng 8%/năm. Theo quy hoạch phát triển hệ thống sản xuất và phân phối khí dầu mỏ hoá lỏng (LPG) Việt Nam giai đoạn đến năm 2020, có xét đến năm 2030, sản lượng LPG sản xuất trong nước sẽ tăng mạnh trong thời gian tới nhằm thay thế dần nguồn LPG nhập khẩu. Để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ LPG gia tăng của thị trường Việt Nam PVGAS sẽ triển khai thêm nhiều dự án cung cấp sản lượng LPG mới (GPP Cà Mau, Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn, GPP Nam Côn Sơn II giai đoạn 1, Tổ hợp hóa dầu Long Sơn, Nhà máy lọc hóa dầu Vũng Rô). LPG sản xuất trong nước dự kiến vượt 1,800 tấn sau năm 2020, đáp ứng trên 80% nhu cầu trong nước. Năm 2016 và 2017 sẽ là hai năm bản lề để GSP đầu tư mới đội tàu, nâng cao năng lực vận tải để đón đầu nhu cầu vận tải LPG trong nước trước khi các dự án lớn đi vào hoạt động.



### Danh mục các dự án cung cấp/phân phối khí tại Việt Nam:

| 2016  | 2017  | 2019                                 | 2020 trở đi  |
|---|---|--------------------------------------|--|
| Đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn II giai đoạn 1 dẫn khí về GPP Dinh Cố nâng công suất vận hành LPG từ 282,000 lên 350,000 tấn/năm; hoàn thành vào cuối năm 2015. | GPP Cà Mau (207,500 tấn LPG/năm)              | Hoàn thành mở rộng Nhà máy Dung Quất | GPP Nam Côn Sơn II đi vào hoạt động năm 2020, sản lượng tăng dần từ 300,000 tấn/năm lên 500,000 tấn/năm năm 2030 |
|   | Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (30,000 tấn LPG/năm) |                                      | Tổ hợp hóa dầu Long Sơn (400,000 tấn LPG/năm)  |
|   |   |                                      | Nhà máy lọc hóa dầu Vũng Rô (90,000 tấn LPG/năm)   |

*Nguồn: TVS tổng hợp.*

**KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH GSP TRONG 9T2015**

| Báo cáo KQHĐKD (tỷ đồng) | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 9T2015 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Doanh thu thuần          | 691   | 689   | 865   | 937   | 756    |
| Lợi nhuận gộp            | 86    | 81    | 96    | 97    | 104    |
| Biên lợi nhuận gộp       | 12.4% | 11.8% | 11.1% | 10.3% | 13.7%  |
| Doanh thu tài chính      | 20    | 20    | 14    | 11    | 10     |
| Chi phí tài chính        | 21    | 8     | 8     | 9     | 6      |
| LNST cổ đông công ty mẹ  | 41    | 43    | 46    | 32    | 51     |
| Biên lợi nhuận sau thuế  | 5.9%  | 6.2%  | 5.4%  | 3.4%  |        |
| ROE                      | 11.8% | 11.8% | 12.4% | 8.7%  |        |
| ROA                      | 6.6%  | 8.3%  | 6.6%  | 5.2%  |        |
| EPS                      | 1,369 | 1,419 | 1,545 | 1,058 | 1,701  |
| Cổ tức (VND/cp)          | 1,000 | 1,000 | 1,200 | 1,200 |        |

Nguồn: GSP và TVS tính toán.

**Chín tháng 2015 hoàn thành 88% kế hoạch LNST**

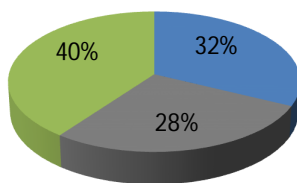
Lũy kế 9 tháng 2015, doanh thu hợp nhất đạt 756 tỷ đồng (+5.8% yoy), hoàn thành 84% kế hoạch năm. Trong đó, doanh thu hoạt động vận tải chiếm tỷ trọng chủ yếu (60.4% tổng doanh thu) đạt mức tăng trưởng 11.7% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ các yếu tố sau:

- **Nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động ổn định.** Do không mất thời gian dừng hoạt động để bảo dưỡng (2 tháng) như năm 2014, 9 tháng đầu năm 2015 GSP vận chuyển hơn 330.000 tấn LPG cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất, doanh thu vận tải cho nhà máy Dung Quất được duy trì ổn định, vào khoảng 80 tỷ đồng/quý. Ngoài ra, giá cước vận tải cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất cũng đã được điều chỉnh tăng 8% từ đầu quý 3/2015. Kết hợp hai yếu tố trên, doanh thu vận tải LPG cho nhà máy Dung Quất sau 9 tháng đạt 241.8 tỷ đồng (+7.5% yoy).
- **Doanh thu vận tải cho PVGas trading tăng.** Từ đầu năm GSP gia tăng tần suất vận chuyển cho PVGas trading và từ 01/07/2015 GSP bao tiêu toàn bộ sản lượng khí LPG mà PVGas kinh doanh (bao gồm sản lượng từ nhà máy Dinh Cố, nhập khẩu và kinh doanh xuất nhập khẩu). Chúng tôi ước tính khối lượng LPG mà GSP vận chuyển cho PVGas trading trong 9 tháng đầu năm đạt 729,000 tấn, doanh thu từ hoạt động vận tải cho PVGas trading trong 9 tháng tăng mạnh lên 210 tỷ đồng từ 116 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoái (+80.4% yoy).

**Tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động vận tải**

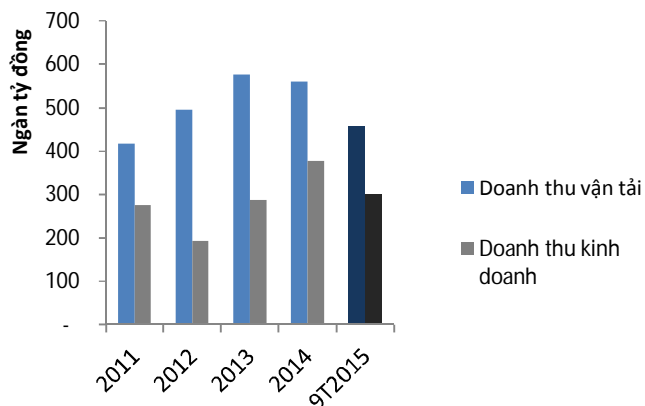
Doanh thu hoạt động kinh doanh LPG (nằm ở công ty con) đạt 300 tỷ đồng, chiếm 39.6% tổng doanh thu hợp nhất, giảm 1.9% so với cùng kỳ. Hoạt động này gần như không đóng góp về lợi nhuận cho công ty (9T2015 lợi nhuận gộp chỉ đạt 1 tỷ đồng) tuy nhiên đây là một chỉ tiêu cần thiết để giữ vững mục tiêu tăng trưởng doanh thu hàng năm của công ty.

## Cơ cấu doanh thu hợp nhất 9T2015



■ Doanh thu vận tải cho Binh Sơn  
 ■ Doanh thu vận tải cho PVGas trading  
 ■ Doanh thu kinh doanh LPG

## Diễn biến doanh thu của hai mảng kinh doanh chính



Nguồn: GSP

**Biên lợi nhuận gộp 9T2015 cải thiện mạnh so với cùng kỳ**

Lợi nhuận gộp 9T2015 đạt 104 tỷ đồng (+33.8% yoy). Tăng trưởng lợi nhuận gộp chủ yếu đến từ công ty mẹ, từ 34.4 tỷ đồng lên 64.5 tỷ đồng (+87.5%) và chỉ gồm hoạt động vận tải. Trong khi đó, lợi nhuận gộp của công ty con giảm từ 43.4 tỷ đồng xuống còn 39.5 tỷ đồng (-9% yoy). Hiện tại nhiên liệu chạy tàu chiếm khoảng 45% giá vốn hoạt động vận tải của GSP. Thông thường giá cước trong các hợp đồng chạy chuyển được điều chỉnh dựa trên ba tham số là: (1) biến động giá nhiên liệu chạy tàu, (2) tỷ giá và (3) phần điều chỉnh để đảm bảo lợi nhuận. Với việc ký kết các hợp đồng điều chỉnh giá cước theo giá nhiên liệu, biên lợi nhuận của hoạt động vận tải không chịu nhiều tác động từ biến động giá dầu. Lợi nhuận gộp hoạt động vận tải cải thiện<sup>1</sup> nhờ:

- 1) **Nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động ổn định.** Do đã tiến hành bảo trì trong 2014 nên 9T2015 GSP tăng vận chuyển cho nhà máy lọc dầu Dung Quất giúp đội tàu của GSP hoạt động liên tục thay vì phải nằm chờ hàng như năm trước.
- 2) **Hai tàu Hồng Hà và Việt Gas đã hết khấu hao từ đầu năm 2015.** Điều này giúp giảm gần 9 tỷ đồng chi phí khấu hao so với năm 2014. Một số hạng mục sửa chữa lớn của hai tàu này đã phân bổ hết trong Q3/2015.

**Cơ cấu tài chính lành mạnh, dư nợ chịu lãi tiếp tục giảm so với cùng kỳ**

GSP có cơ cấu nguồn vốn khá lành mạnh với dư nợ vay thấp, tổng nợ vay chịu lãi trên tổng tài sản hiện tại chỉ ở mức 14.4% (Q3/2015). Nợ vay bằng ngoại tệ không đáng kể nên rủi ro tỷ giá thấp. Chi phí tài chính giảm nhờ giảm dư nợ vay và lãi vay kết hợp với tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu được giữ ở mức ổn định 4.3% đã giúp LNST hợp nhất sau 9 tháng đạt 60.3 tỷ đồng (+64.2% yoy), trong đó lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ là 51 tỷ đồng (+60.7% yoy).

<sup>1</sup> Ngoài ra lợi nhuận gộp tăng so với cùng kỳ còn do GSP thay đổi cách thức phân bổ chi phí sửa chữa tàu. Từ quý 4/2014, GSP đã thay đổi chính sách phân bổ chi phí sửa chữa tàu từ 5 năm về 2.5 năm. Cụ thể, các chi phí cho các hoạt động sửa chữa nhỏ (IS) và sửa chữa lớn (SS) trước thời điểm trên đã được ghi nhận vào quý 4/2014.

**NĂM 2015 LẦN ĐẦU VƯỢT MỐC DOANH THU 1,000 TỶ**

**Ước tính GSP chiếm 79% thị phần vận tải thủy LPG tại Việt Nam năm 2015**

Trên cơ sở tổng khối lượng LPG sản xuất trong nước (725,000 tấn) cộng với khối lượng kinh doanh xuất nhập khẩu vào khoảng 759,000 tấn, chúng tôi ước tính năm 2015 GSP sẽ vận chuyển được 1,484,000 tấn LPG (+89.8% yoy), tương đương với 79% thị phần vận tải thủy LPG tại Việt Nam.

| Sản lượng và giá cước trung bình  | 2014       | 2015E      |
|---|------------|------------|
| Sản lượng LPG vận tải – NM Dung Quất (nghìn tấn)                            | 357        | 443        |
| Giá trung bình (triệu đồng/tấn)   | 0.88       | 0.74       |
| Sản lượng LPG vận tải - GPP Dinh Cố và kinh doanh XNK của PVGas (nghìn tấn) | 424        | 1,041      |
| Giá trung bình (triệu đồng/tấn)   | 0.37       | 0.29       |
| Tổng sản lượng vận tải (nghìn tấn)  | 782        | 1,484      |
| Giá trung bình (triệu đồng/tấn)   | 0.6        | 0.43       |
| <b>Tổng doanh thu cho thuê tàu (tỷ đồng)</b>                                | <b>470</b> | <b>630</b> |

*Nguồn: TVS tổng hợp.*

Doanh thu năm 2015 ước đạt 1,014 tỷ đồng tăng 8.3% yoy, vượt 12.7% so với kế hoạch năm. Kết quả trên được đóng góp chủ yếu từ mảng vận tải (đạt 747 tỷ đồng, +33.4% yoy) trong khi mảng kinh doanh LPG không có tăng trưởng. Đây là mức doanh thu cao nhất của GSP kể từ ngày thành lập công ty.

Cùng với việc chi phí khấu hao, chi phí sửa chữa giảm và lịch chạy tàu kín hơn nhờ NM Dung Quất hoạt động ổn định, biên lợi nhuận gộp hợp nhất cả năm dự báo ở mức 14.2% so với 10.3% của năm 2014, và cao nhất kể từ 2011 đến nay, tương ứng lợi nhuận gộp hợp nhất đạt 144.5 tỷ đồng tăng mạnh 49.3% yoy.

**Thay đổi cách hạch toán chi phí sửa chữa tàu trong Q4/2015.** GSP đang xem xét khả năng chuyển từ chính sách phân bổ chi phí sửa chữa tàu với thời gian 2.5 năm sang trích trước chi phí này trong Q4/2015 cho 2.5 năm tiếp theo (chỉ áp dụng với 4 tàu của công ty mẹ). Điều này giúp giảm bớt việc ghi nhận chi phí trong giai đoạn 2016 - 2018.

| Lịch sửa chữa tàu của GSP và công ty con Nhật Việt |                    |      |      |      |      |      |      |      |
|--|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|
|  | Năm                | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Công ty mẹ   | Cuu Long Gas       | IS   |      | IS   |      | SS   |      |      |
|  | Sai Gon Gas        |      |      | IS   |      | SS   |      |      |
|  | Hong Ha Gas        |      | SS   |      | IS   |      |      |      |
|  | Viet Gas           | SS   |      |      | IS   |      |      |      |
| Công ty con  | Apollo Pacific (*) |      |      |      | SS   |      | IS   |      |
|  | Aquamarine Gas     | SS   |      |      | IS   |      |      |      |
|  | Oceanus 9          |      | SS   |      |      | IS   |      | SS   |

*Nguồn: TVS tổng hợp. SS: sửa chữa định kỳ (sửa chữa lớn). IS: sửa chữa trung gian (sửa chữa nhỏ)*

*Tàu Apollo Pacific (\*) có thể lùi lịch sửa chữa sang năm 2018 và sẽ được GSP thanh lý trong năm 2017.*

Theo đó, chúng tôi ước tính hai kịch bản lợi nhuận năm 2015 cho GSP như sau:

|  | LNST HN<br>Q4/2015 (tỷ<br>đồng) | LNST HN 2015<br>(tỷ đồng) | EPS 2015 (đồng/cổ<br>phiếu)- P/E (x) |
|--|---------------------------------|---------------------------|--------------------------------------|
| TH1: Trích trước chi phí sửa chữa trong Q4/2015  | 0.3                             | 60.6                      | 1,586/10.1x                          |
| TH2: Không trích trước chi phí sửa chữa trong Q4/2015, duy trì cách hạch toán hiện tại | 23.7                            | 84                        | 2,366/6.8x                           |

*Nguồn: TVS dự phóng.*

## TRIỂN VỌNG NĂM 2016

### A. VỀ DOANH THU

**Giá cước vận tải dự báo không có biến động lớn.** Hợp đồng ký với Công ty Bình Sơn sẽ kết thúc vào năm 2016 trong khi đó hợp đồng ký với Công ty PVGas trading được ký lại hàng năm. Trong điều kiện giá dầu chưa có dấu hiệu hồi phục, các hợp đồng này sẽ được ký lại với giá cước không thay đổi.

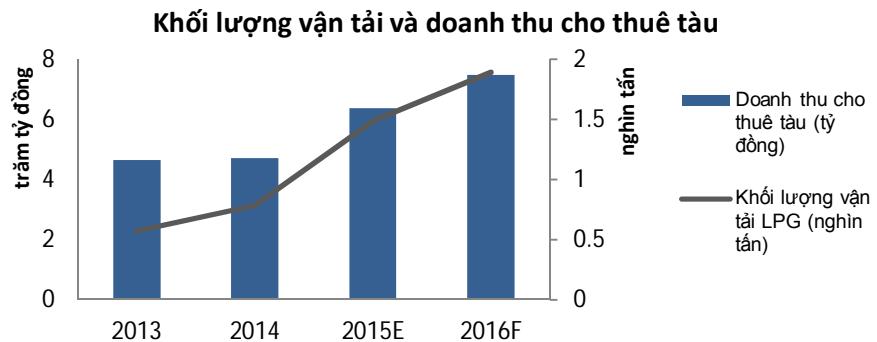
**Khả năng Nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất sẽ không bảo dưỡng trong năm 2016.** Theo nguyên lý thiết kế, chu kỳ bảo dưỡng tổng thể định kỳ của nhà máy lọc dầu Dung Quất là 3 năm một lần. Lần sửa chữa gần nhất đã diễn ra từ tháng 5 đến tháng 7/2014. Do đó trước mắt vẫn chưa có kế hoạch bảo trì nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất trong năm 2016 và kỳ vọng nhà máy sẽ chạy hết công suất (440.000 tấn LPG/năm).

**Đường ống Nam Côn Sơn II giai đoạn 1 đi vào vận hành.** Do sản lượng khí từ mỏ Bạch Hổ giảm sút nên nhà máy xử lý khí Dinh Cố phải hoạt động dưới công suất thiết kế. Tuy nhiên từ cuối năm 2015 đường ống Nam Côn Sơn II giai đoạn 1 sẽ bổ sung nguồn khí mới cho Nhà máy xử lý khí Dinh Cố. Với lượng khí mới này, công suất LPG của nhà máy sẽ nâng lên 350.000 tấn/năm, +25% so với công suất đang vận hành hiện tại của Nhà máy là 280.000 tấn/năm.

**Sản lượng LPG vận chuyển cho PVGas trading tăng.** Năm 2016 GSP vận chuyển toàn bộ lượng khí kinh doanh xuất nhập khẩu của PVGas Trading đồng nghĩa với việc vận chuyển 100% sản lượng LPG của PVGas trading kể từ đầu năm thay vì bắt đầu từ quý 3 như năm 2015. Ước tính lượng LPG vận chuyển cho PVGas Trading trong năm 2016 vào khoảng 1,450,000 tấn (+39.3% yoy).

**Doanh thu hợp nhất năm 2016 ước đạt 1,131 tỷ đồng (+11.6% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ ước đạt 77.6 tỷ đồng (+9.4% yoy)**

Nhờ đóng góp sản lượng mới từ đường ống Nam Côn Sơn II giai đoạn 1 và từ nguồn LPG nhập khẩu của PVGas Trading để đáp ứng nhu cầu LPG trong nước chúng tôi dự báo khối lượng vận tải LPG của GSP trong năm 2016 sẽ đạt 1,890 tấn, tăng 27.3% yoy. Doanh thu hợp nhất năm 2016 ước đạt 1,132 tỷ đồng (+11.6% yoy), trong đó doanh thu cho thuê tàu đạt 753 tỷ đồng (+19.4% yoy).



Nguồn: TVS tổng hợp.

### B. VỀ VẬN HÀNH

**Tàu Aquamarine của công ty con Nhật Việt sẽ được thanh lý trong tháng 6/2016.** Việc thanh lý tàu sẽ đem về 1 khoản lợi nhuận theo chúng tôi dự báo là 9 tỷ đồng. Tuy nhiên cũng không loại trừ khả năng GSP sẽ giữ lại Aquamarine để tiếp tục chạy cho các tuyến ngắn do hiện nay GSP vẫn phải thuê 3 tàu ngoài để lấp đầy lịch chạy tàu (Venus 09, Oceanus 08, Viet Gas 01). Ngoài ra, đến 09/2017 tàu Apollo Pacific sẽ hết khấu hao và cũng đến tuổi thanh lý.



### C. VỀ ĐẦU TƯ & NHU CẦU VỐN

**Kế hoạch đầu tư lớn nhất kể từ khi thành lập công ty.** Việc bổ sung nguồn cung cấp LPG từ các dự án cung ứng và xử lý khí trong nước và tăng nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ LPG trong nước, kéo theo nhu cầu vận tải khí tăng là động lực tăng trưởng cho GSP trong 2016. Đây là lý do để GSP đẩy mạnh năng lực vận tải của mình. Tổng chi phí đầu tư năm 2016 vào khoảng 300 tỷ đồng, dự kiến được tài trợ 70% bằng vốn vay. Việc giải ngân vốn đầu tư sẽ được kéo dài trong suốt cả năm vì vậy chúng tôi đánh giá áp lực chi phí lãi vay trong năm 2016 là chưa lớn. Ước tính chi phí lãi vay trong năm 2016 vào khoảng 11 tỷ đồng (+103.8% yoy).

| Dự án   | Chi phí đầu tư 2016 |
|---|---------------------|
| Mua một tàu vận tải LPG đã qua sử dụng để thay thế tàu Aquamarine, công suất ~3,000 DWT     | 160 tỷ đồng         |
| Đóng mới 2 sà lan tải trọng nhỏ (3 sà lan còn lại phục vụ dự án này sẽ được GSP thuê ngoài) | 140 tỷ đồng         |
| <b>Tổng</b>   | <b>300 tỷ đồng</b>  |

*Nguồn: TVS*

**Đẩy mạnh công suất vận tải chuẩn bị phục vụ cho dự án Long Sơn.** Đặc biệt, trong kế hoạch của công ty đến năm 2020 GSP sẽ bổ sung một tàu chở khí trọng tải lớn VLGC (Very Large Gas Carrier) có tải trọng 80.000 tấn với suất đầu tư khoảng 60 triệu USD (khoảng 1.400 tỷ đồng) để phục vụ Tổ hợp hóa dầu Long Sơn (dự kiến vận hành từ cuối năm 2019). Dự kiến tàu VLGC sẽ được GSP sử dụng cho các tuyến quốc tế trong 2 năm đầu tiên từ 2017-2019.

Năm 2016 GSP dự kiến phát hành 18 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược để tài trợ việc mua tàu VLGC. Hiện tại chúng tôi chưa đưa kế hoạch tăng vốn vào mô hình dự phóng vì chưa có thông tin chi tiết về thời điểm cũng như giá phát hành, tuy nhiên chúng tôi lưu ý rủi ro pha loãng của kế hoạch này đối với EPS và đặc biệt là chỉ số hiệu quả HĐKD khi tàu VLGC sẽ được chạy định hạn các chuyến quốc tế (có biên lợi nhuận thấp) trong thời gian đầu do GSP chưa có kinh nghiệm quản lý tàu tải trọng lớn.

### D. DỰ BÁO LỢI NHUẬN

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2016 (15.6%) sẽ tiếp tục tăng so với năm 2015 (14.2%) nhờ giảm chi phí khấu hao và sửa chữa tàu. Lợi nhuận gộp hợp nhất ước đạt 177 tỷ đồng (+22.2% yoy). Dự phóng tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giữ ổn định ở mức 4.6% trên doanh thu, chi phí tài chính ròng ở mức 7.2 tỷ đồng (so với lãi tài chính ròng 7 tỷ đồng của năm 2015). Chúng tôi dự báo LNST hợp nhất năm 2016 đạt 98.3 tỷ đồng (+17.1% yoy), trong đó LNST của cổ đông công ty mẹ là 77.6 tỷ đồng (+9.3% yoy), tương ứng với mức EPS 2016 là 2.588 đồng/cổ phần.

**ĐỊNH GIÁ**

Áp dụng hệ số P/E của ngành để thực hiện định giá. Với EPS 2016 đạt 2,588 đồng/cổ phần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GSP với mức giá mục tiêu 1 năm là 18,400 đồng/cổ phần, cao hơn 15% so với mức giá giao dịch hiện tại là 16,000 đồng/cổ phần.

| Mã CK             | Tên công ty                                 | Trailing P/E (x) | Vốn hóa (tỷ đồng) | ROA (%)    | ROE (%)     | EV/EBITDA  |
|-------------------|---|------------------|-------------------|------------|-------------|------------|
| PVG               | CTCP KD Khí Hóa Lỏng Miền Bắc               | 9.7              | 225               | 1.6        | 5.8         | 9.6        |
| PGC               | Tổng công ty Gas Petrolimex (CTCP)          | 7.1              | 646               | 4.7        | 13.6        | 10.3       |
| PGS               | CTCP KD Khí Hóa Lỏng Miền Nam               | 6.6              | 825               | 4.3        | 12.0        | 6.4        |
| PTS               | CTCP Vận Tải & Dịch Vụ Petrolimex Hải Phòng | 6.4              | 29                | 4.7        | 7.6         | 2.0        |
| PJC               | CTCP TM & Vận Tải Petrolimex Hà Nội         | 6.4              | 79                | 8.1        | 15.6        | 1.5        |
| PJT               | CTCP Vận Tải Xăng Dầu Đường Thủy Petrolimex | 5.3              | 108               | 6.7        | 15.6        | 2.5        |
| <b>Trung bình</b> |   | <b>7.1</b>       | <b>319</b>        | <b>4.4</b> | <b>12.1</b> | <b>4.5</b> |
| GSP               | CTCP Vận tải sản phẩm khí Quốc tế           | 8.8              | 480               | 8.4        | 14.7        | 3.2        |

Nguồn: Bloomberg.

## CÁC SỐ LIỆU TÀI CHÍNH NỔI BẬT

| <b>Bảng Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016F</b> |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| DT Thuần                                 | 689         | 865         | 937         | 1,014        | 1,131        |
| LN gộp                                   | 81          | 96          | 97          | 144          | 177          |
| EBITDA                                   | 92          | 110         | 111         | 147          | 176          |
| LNTT                                     | 66          | 74          | 56          | 108          | 126          |
| LNST                                     | 51          | 55          | 43          | 84           | 98           |

| <b>Bảng cân đối tài sản (tỷ đồng)</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016F</b> |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Tiền & Tương đương tiền               | 124         | 49          | 36          | 97           | 108          |
| Phải thu                              | 39          | 81          | 56          | 87           | 70           |
| Tồn kho                               | 19          | 15          | 20          | 16           | 23           |
| Tổng tài sản lưu động                 | 261         | 304         | 292         | 381          | 382          |
| TSCĐ ròng                             | 203         | 345         | 289         | 242          | 502          |
| <b>Tổng tài sản</b>                   | <b>515</b>  | <b>701</b>  | <b>608</b>  | <b>652</b>   | <b>916</b>   |
| Vay nợ ngắn hạn                       | 26          | 42          | 15          | 15           | 15           |
| Vay nợ dài hạn                        | 51          | 140         | 95          | 69           | 279          |
| <b>Tổng nợ</b>                        | <b>120</b>  | <b>267</b>  | <b>178</b>  | <b>174</b>   | <b>376</b>   |
| <b>Tổng vốn</b>                       | <b>395</b>  | <b>434</b>  | <b>430</b>  | <b>478</b>   | <b>540</b>   |
| <b>Tổng nợ &amp; vốn</b>              | <b>472</b>  | <b>616</b>  | <b>540</b>  | <b>562</b>   | <b>834</b>   |

| <b>Dòng tiền (tỷ đồng)</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016F</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Tiền đầu kỳ                | 168         | 124         | 49          | 36           | 97           |
| Dòng tiền từ HĐKD          | 119         | 90          | 115         | 124          | 167          |
| Dòng tiền từ HĐĐT          | -54         | -255        | -12         | 12           | -279         |
| Dòng tiền từ HĐTC          | -109        | 91          | -116        | -75          | 122          |
| Thay đổi                   | -44         | -75         | -13         | 60           | 11           |
| Tiền cuối kỳ               | 124         | 49          | 36          | 97           | 108          |

| <b>Chỉ số tài chính</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016F</b> |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Biên lợi nhuận</b>   |             |             |             |              |              |
| Biên lãi gộp            | 11.8%       | 11.1%       | 10.3%       | 14.2%        | 15.6%        |
| Biên EBIT               | 7.4%        | 7.4%        | 5.8%        | 9.6%         | 11.0%        |
| Biên EBITDA             | 13.4%       | 12.7%       | 11.9%       | 14.5%        | 15.5%        |
| Biên LNST               | 6.2%        | 5.4%        | 3.4%        | 7.0%         | 6.9%         |
| <b>Chỉ số sinh lợi</b>  |             |             |             |              |              |
| ROA                     | 8.3%        | 6.6%        | 5.2%        | 10.9%        | 8.5%         |
| ROE                     | 11.8%       | 12.4%       | 8.7%        | 17.7%        | 17.5%        |
| <b>Đòn bẩy</b>          |             |             |             |              |              |
| CS thanh toán hiện hành | 3.8x        | 2.4x        | 3.5x        | 3.6x         | 4.0x         |
| Nợ trên tài sản         | 24.3%       | 38.1%       | 29.3%       | 26.7%        | 41.0%        |
| Nợ trên vốn CSH         | 33.4%       | 71.4%       | 48.6%       | 43.3%        | 84.8%        |

## XÁC NHẬN ĐỘC LẬP

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Thiên Việt (TVS), cam kết rằng các thông tin trong báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân về bất kỳ cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành. Chúng tôi sẽ không có bất kỳ sự bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến những khuyến nghị hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo này.

## KHUYẾN CÁO

@Bản quyền thuộc về Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt. Mọi quyền lợi được bảo vệ. Toàn bộ hay một phần của báo cáo này không được phép phân phối lại hay tiết lộ dưới bất kỳ hình thức nào mà không được sự đồng ý bằng văn bản trước đó của Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Các thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn khác nhau và TVS không đảm bảo độ chính xác của chúng. Các thông tin cũng như ý kiến được nêu trong báo cáo này không phải là lời đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán hoặc khoản đầu tư nào. Vì vậy, TVS không chịu trách nhiệm về các quyết định mua/bán của nhà đầu tư.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN THIÊN VIỆT

### HỒ CHÍ MINH

63A Võ Văn Tần, Phường 6, Quận 3,  
Lầu 9, Tòa nhà Bitexco Nam Long  
ĐT: +84 (8) 6299 2099  
Fax: +84 (8) 6299 2088

### HÀ NỘI

22 Láng Hạ, Quận Đống Đa  
Tòa nhà TĐL  
ĐT: +84 (4) 220 3228  
Fax: +84 (4) 220 3227

### BỘ PHẬN PHÂN TÍCH

[research@tvs.vn](mailto:research@tvs.vn)

### NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ

[ib.hcm@tvs.vn](mailto:ib.hcm@tvs.vn)

### BỘ PHẬN MÔI GIỚI

[brokerage.hcm@tvs.vn](mailto:brokerage.hcm@tvs.vn)

[brokerage.hn@tvs.vn](mailto:brokerage.hn@tvs.vn)